

El spread español: la aplicación de la teoría de la exogénesis

Margarita Payeras Llodrá

Universitat de les Illes Balears (Dpto. Economía y Empresa)

Ctra. Valldemossa, km. 7,5

07071 Palma de Mallorca

Tel. (971) 17 33 11 - Fax (971) 17 34 26

RESUMEN

Es evidente que nuestro entorno financiero ha sufrido importantes modificaciones. En efecto, una de las más importantes características de nuestra economía española ha sido, sin duda, su apertura a los mercados internacionales, gracias a las eliminaciones graduales de las barreras físicas y control de cambios. El estudio de estos cambios nos ha conducido a cuestionarnos si el reciente proceso de integración y globalización financiera ha tenido sus consecuencias sobre el diferencial o *spread* de los tipos de interés. En otras palabras, si es o no posible formular la idea de que la estructura temporal de los tipos de interés se ha internacionalizado. Para ello realizamos, en una primera fase, un recorrido por la realidad económica española en el intento de analizar en qué medida los distintos factores que han posibilitado esta mayor integración de nuestros mercados financieros han influido en la determinación del perfil del *spread*. Posteriormente, sometemos a contrastación estadística la hipótesis de que los tipos de interés que rigen en el exterior ayudan a explicar el *spread* de tipos de interés español. La conclusión a la que se llega es que, efectivamente, el *spread* depende de los aspectos domésticos y de las circunstancias desarrolladas más allá de nuestras fronteras.

ABSTRACT

It is evident that our financial field has undergone important modifications. In fact, one of the most important features of the Spanish economy has been, without any doubt, its opening to the international markets, thanks to the gradual eliminations of the physical barriers and the elimination of exchange controls. The study of these changes will look at whether the recent globalization and integration process have had any consequences or implications for the term structure of interest rates. In other words, whether it is possible or not to formulate the idea that our term structure of interest rates has been internacionalized. This article is a view of the Spanish economic reality from 1986 to 1992, with the aim of analysing how the factors which made possible the integration of our financial markets have influenced the Spanish spread. To finish our empirical study it has been considered of interest to make a statistical contrast of the previous analysis. The conclusions from our work have been that the spread of interest rates depends on domestic aspects as well as the circumstances developed outside our borders.

INTRODUCCIÓN

La teoría de las expectativas establecida por Hicks (1939), Lutz (1940) y otros, así como la teoría de la segmentación propuesta por Culbertson (1957), o del hábitat preferido, formulada originariamente por Modigliani y Sutch (1966), conocidas frecuentemente como clásicas, se refieren esencialmente al caso de una economía cerrada al exterior y, consecuentemente, consideran que la estructura temporal de los tipos de interés es un tema doméstico, sin establecer ningún vínculo con la situación o factores financieros acontecidos fuera del país en cuestión; en definitiva, no toman en cuenta al estudiar el nivel de tipos de interés de una economía, la posibilidad factible de que ésta puede estar condicionada o influida por factores externos.

Esta metodología contrasta con el panorama económico internacional actual, y que se manifiesta desde los años sesenta, el cual ofrece una imagen de interdependencia creciente entre los distintos países.

Efectivamente, uno de los rasgos más característicos del comportamiento de las economías occidentales en los últimos años ha radicado en el aumento de su grado de apertura, que se ha manifestado en la gradual desaparición de las barreras de la fiscalidad y el control de cambios que se imponen a los movimientos de capitales, lo que ha

hecho que nuestros mercados, antes puramente domésticos, se internacionalicen cada vez más.

La máxima expresión de este proceso de dismantelamiento de las barreras quedó recogido en el Tratado de Unión Económica, TUE, firmado en la ciudad Holandesa de Maastricht, en su versión definitiva el 7 de febrero de 1992, después de la aprobación de sus líneas maestras en la cumbre de Jefes de Estado y Gobierno de los Estados miembros de las Comunidades Europeas, celebrado en la misma ciudad los días 9 y 10 de diciembre de 1991.

Además de esta dismantelación de los controles de capitales, en los últimos años hemos asistido a un proceso de diversificación internacional propiciado por varios fenómenos. Uno de ellos es que la inversión pasa a ser realizada por inversores profesionales o institucionales, quienes han jugado un papel determinante, que basan sus decisiones en técnicas sofisticadas y cuentan con un gran surtido de información.

Otro hecho que indudablemente ha facilitado esta globalización de los mercados financieros han sido los avances tecnológicos de las transacciones financieras que conllevan a una reducción significativa de los costes de transacción, permitiendo una reordenación rápida de la configuración de la cartera o *portfolio* «cuando existe un cambio de expectativas, y a un incremento de la gama de instrumentos financieros disponibles».

Esta integración y globalización de los mercados financieros en la medida que ha abierto de forma importante un marco de opciones para los inversores, tiene repercusiones sobre la estructura temporal de tipos de interés. Efectivamente, las fuerzas competitivas desencadenadas por la liberalización de los movimientos de capitales ha barrido la segmentación del mercado, aumentando de forma importante el menú de las opciones de invertir en activos financieros denominados en distintas divisas; es una realidad constatada el hecho de que los inversores están constantemente comparando los rendimientos que pueden obtener colocando sus fondos en su país en clases de riqueza denominados en moneda «doméstica» y los que pueden obtener en dólares, yenes, libras esterlinas, etc.. en el extranjero.

Sin embargo, en la realidad, a la hora de determinar dónde colocar nuestra riqueza, no limitan simplemente su comparación al tipo de interés de los distintos activos financieros, adicionalmente debe tenerse presente que el inversor extranjero debe exigir a la deuda del Estado de otro país, al menos, la rentabilidad que espera obtener en deuda pública de su propio país más primas anuales por riesgo de cambio, diferente liquidez en el mercado, y por diferente fiscalidad.

Por todo ello, la cuantía de activos financieros domésticos (D) mantenida en la cartera depende de la diferencia existente entre el tipo de interés de activos domésticos (R) y el tipo de interés de los activos extranjeros (RExt); del tipo esperado de

apreciación de la moneda doméstica, junto al conjunto de otros factores (Z), entre los cuales destaca el riesgo de fiscalidad o liquidez.

Pudiéndolo expresar:

$$(D/W) = F(R - R_{Ext}) - (Z), [0 < F < 1], F' > 0$$

Siendo el significado de la notación utilizada:

R = Tipo de interés doméstico.

R_{Ext} = Tipo de interés representativo del resto del mundo.

Z = Riesgo de cambio, fiscalidad y liquidez.

Por lo que:

D/W es la expresión utilizada para expresar la parte porcentual de nuestra cartera materializada en activos domésticos.

El valor F dependerá de la elasticidad de sustitución entre los activos financieros objeto de comercio internacional. Cuanto más grande sea la sustituibilidad (igual régimen impositivo...), mayor será F'.

En la medida que el mercado esté más abierto al exterior ambos tenderán a unificarse de modo que el valor de F' tenderá a la unidad.

En base a estas reflexiones relativas a las modificaciones sufridas en el entorno financiero internacional, podemos, legítimamente, cuestionarnos, al estudiar la estructura temporal de los tipos de interés una economía nacional, si el empuje reciente de la integración financiera internacional manifiesta sus consecuencias sobre la misma, o en otras palabras, nos podemos cuestionar la aplicación de la teoría de la exogénesis; teoría que considera que la estructura temporal se determina a escala mundial más que internamente, porque un amplio conjunto de capitales fluye hacia las naciones con tipos de interés real más elevados, lo que tiende a igualar los tipos de interés de todo el mundo.

Teniendo en cuenta que la economía española no ha sido ajena a este proceso de globalización, es preciso cuestionarse cuáles son los factores que han determinado la internacionalización de nuestra estructura temporal de tipos de interés, y en qué medida han podido influir en el perfil de la curva de rendimiento, que a nuestros efectos consideraremos como el *spread* o diferencial ($R_L - R_c$) entre los tipos a largo¹ y corto plazo², gráfico-1.

1. Consideramos que el tipo de interés representativo del largo plazo será el rendimiento interno de interés del Mercado de Deuda del Estado superior a dos años.

2. Como punto de referencia del corto plazo tomaremos el tipo de interés a un mes negociado en el mercado interbancario de depósitos.

Como ya hemos mencionado, el Tratado de Unión Económica, TUE, que representó el último hito de un proceso iniciado hace unos veinte años con el Plan Werner (1970), cuyo objetivo fundamental era crear un espacio económico en el que libremente circularan las mercancías, los servicios, las personas y los capitales, supuso en realidad la constitución de una vieja aspiración de la Comunidad Europea, dentro del progreso general de integración económica plena entre sus Estados miembros.

Lógicamente, una componente básica de dicho mercado comunitario lo constituye su dimensión financiera; siendo una condición necesaria e ineludible del espacio financiero europeo la libre circulación de capitales en el interior de la CEE.

El empuje de la movilidad de capitales ha sido el resultado de un largo proceso³. Concretamente no fue hasta en la Cumbre de la Haya (1969) cuando se consideró formalmente como objetivo la constitución de la Unión Económica y Monetaria, la primera etapa para una completa liberalización de los movimientos de capital. Un año más tarde, en 1970, se publicó el informe (Plan Werner) que el Primer Ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, elaboró para el Consejo de las Comunidades y que éste adoptó un año después. Dicho Plan ponía de manifiesto que era preciso una armonización de las políticas económicas para evitar que surgieran tensiones crecientes dentro de la Comunidad, para lo cual trazó los elementos de la Unión Económica y Monetaria.

Fue en 1973 con la ruptura de los Acuerdos de Bretton Woods, consecuencia del marasmo monetario provocado por las tensiones derivadas del choque de la crisis del petróleo, la diversidad de respuestas aportadas a la misma y, en definitiva, el sentimiento de sustanciales divergencias económicas y monetarias entre los países, cuando se inició la movilidad de capitales, entrando en una etapa de flotación generalizada de las monedas, bajo la idea de que cada país pudiera elegir la política macroeconómica que consideraba más adecuada para hacer frente a la recesión⁴.

Con el final del sistema de Bretton Woods, muchos países empezaron a eliminar restricciones a la movilidad de capitales: los primeros fueron EEUU y Suiza a mitad de los 70, los siguientes fueron Reino Unido y Alemania en 1979 y, ya a principios de los años 80 se le unieron Francia, Australia, Japón, Nueva Zelanda e Italia entre otros⁵.

3. A pesar de la indudable importancia que la libertad de los movimientos de capitales tiene para la constitución de un mercado único, la eliminación de las restricciones existentes a la libre circulación de capitales fue considerado durante largo tiempo como un objetivo secundario en la construcción europea.

4. En Europa siguieron estando fijos (o con ajustes ocasionales) los tipos de cambio entre monedas tales como el DM y el florín holandés, la lira italiana y el franco francés; el actual SME.

5. "Cabe señalar, sin embargo, que como consecuencia de la inestabilidad existente en las relaciones monetarias internacionales, el deterioro del entorno económico como consecuencia del hundi-

España tendría que esperar a 1986, con la entrada en la CEE, citado en numerosas ocasiones como el cambio de mayor trascendencia que recientemente ha registrado nuestra economía, para iniciar el proceso de liberalización de los movimientos de capital que se aceleraría a finales de los ochenta⁶ y concluiría en febrero de 1992.

1. LA ENTRADA DE ESPAÑA EN LA CEE Y ADHESIÓN AL ACTA ÚNICA

Aunque el país comenzó a abrirse a la competencias con reformas liberalizadoras de 1959⁷ no fue hasta la segunda mitad de los años setenta⁸, y más aún hasta la entrada en la CEE y la aprobación de la regulación comunitaria, cuando el control de cambios inició su andadura hacia el desmantelamiento.

Buena prueba de esta falta de atención al desmantelamiento de las barreras que dificultaban la libre circulación de capitales es que, hasta 1986, el fundamento jurídico sobre el que se basaba el régimen de liberalización de los movimientos intracomunitarios lo constituía una directiva adoptada en 1960⁹, en virtud de la cual las operaciones de capitales, más directamente ligadas al ejercicio de las otras liberta-

miento del sistema de cambio de Bretton Woods, la crisis del petróleo y la ausencia de una coordinación suficiente de las políticas económicas practicadas por los diferentes Estados miembros, Francia, Italia, Irlanda, Dinamarca y Grecia se acogieron a una cláusula de salvaguarda que les permitía imponer restricciones adicionales a operaciones, en principio, ya liberalizadas» (V.A. Maldonado, 1991).

6. Aun a pesar de que se introdujeron restricciones temporales a las entradas de capital como indicamos en las siguientes páginas.

7. A partir de este año, y en el marco de la nueva política liberalizadora económica, se asistió a un vigoroso proceso de apertura del control de cambios cuyos aspectos más importantes fueron: declaración de convertibilidad exterior de la peseta; liberalización de una parte importante del comercio exterior; liberalización de una amplia gama de transacciones no comerciales; desarrollo de una nueva legislación sobre inversiones extranjeras; determinación de un tipo de cambio único para la peseta, sobre bases realistas; organización del mercado oficial de divisas para Madrid, de acuerdo con criterios más homologables con el resto de los países, y, acceso de España a los organismos económicos internacionales FMI, BIRD y OCDE y la consiguiente aceptación de la disciplina internacional por ellos propugnada.

8. «En 1978 se inició la elaboración de un proyecto de nueva ley de Control de Cambios. El texto legal fue finalmente aprobado por las nuevas Cortes, materializándose en la Ley 40/1979 de 10 de Diciembre de 1979, Sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios. Dicha ley supuso el cierre de una etapa histórica de control de cambios en España.» Alvarez Pastor, D., y Eguidazu, F. (1984).

9. Primera directiva del Consejo de 11 de Mayo de 1960, para la puesta en práctica del art. 67 del Tratado, enmendada por la directiva del Consejo 63/21/CEE de 18 de diciembre de 1962.

des fundamentales del Tratado (Inversiones directas, garantías y créditos comerciales, movimientos de capital de carácter personal), así como las operaciones de naturaleza más estrictamente financiera (adquisición de títulos extranjeros negociados en bolsa), fueron completamente liberalizados.

España, en febrero de 1986, al igual que el resto de Estados miembros de la Comunidad Europea, con la adopción del Acta Unica, base legal para abolir los controles fronterizos sobre movimientos de personas, bienes, servicios y capitales¹⁰, se comprometió a la consecución de la Unión Económica y Monetaria en el horizonte de 1992.

Con el ánimo de dotar de contenido a dicho aspecto del futuro mercado interior comunitario, en el Acta Unica se reafirmó la necesidad de garantizar la libre circulación de capitales¹¹, objetivo ya establecido en el año 1970 en la Cumbre de la Haya, que junto con la libre prestación de servicios financieros y el reforzamiento de la cooperación monetaria entre los Estados miembros que componían la CEE, conformaban los tres pilares básicos sobre los que se asentaría esta área financiera realmente integrada¹².

De la reflexión sobre lo que estos hechos implicarían para el futuro de nuestra economía, es lícito considerar que 1986 es una fecha histórica en el marco financiero; efectivamente, la entrada en Europa y la adhesión al Acta Unica marcan el inicio de una profunda transformación de nuestros mercados financieros domésticos y que han supuesto la plena integración de nuestro mercado financiero, y la consecuente internacionalización de nuestra estructura temporal de tipos de interés.

10. Esta pasa a formar parte del Derecho Primario de las Comunidades, cuyos tratados originarios modifica, reformando artículos y títulos e incluyendo otros nuevos.

11. Tras la Adhesión al acta única y, ante la necesidad de adoptar una normativa sobre Inversiones Extranjeras en España al ordenamiento corriente, se publicó del RD 1265/1986, de 27 de junio, y el Reglamento de Inversiones Extranjeras en España (R.D. 2027/1986 de septiembre). Mediante estas normativas, la inversión extranjera directa en cartera y en inmuebles quedaba liberalizada —aunque, con algunas restricciones sobre éstas últimas— sustituyéndose el procedimiento de autorización previa por el de verificación administrativa. Además, a los Titulares de inversiones extranjeras se les confería el derecho de transferir libremente al exterior los capitales invertidos, las plusvalías, obtenidas por enajenación, los beneficios y los dividendos repartidos. Este conjunto de normativas, tendentes a una gradual eliminación de control de cambios, implicó una notable intensificación de flujos de capital con el exterior y, concretamente, esta liberalización tuvo su efecto inmediato sobre los flujos de entrada de capital en concepto de inversión directa (que ya estaba sustancialmente liberalizada tanto por lo que se refiere a entradas como a salidas) e inversión en títulos del sector privado.

12. La idea que subyacía en dicha pretensión era la de asegurar la movilización y colocación eficaz de los recursos disponibles dentro de un marco de creciente internacionalización, globalización e innovación, ante la que la Comunidad Europea no podía adoptar una actitud de pasividad.

Si bien es cierto que el objetivo de la política fundamental se alcanza «*de iure*» con el ingreso de España en la CE y la firma del Acta Unica, éste se consolidaría posteriormente con nuestro ingreso en el mecanismo de cambios e intervención del SME y con nuestra participación activa en el proceso de la UEM. Efectivamente, debemos tener presente que, de acuerdo a la teoría de la Exogénesis, el gestor, a medida que se le abre el menú de opciones de inversión, tomará en consideración, a la hora de materializar su inversión, la comparación entre la rentabilidad esperada en su propia moneda en una inversión en activos financieros de su propio país, con la rentabilidad esperada de inversiones en activos financieros de otras divisas. Por ello, en su análisis tendrá en cuenta que para invertir en activos financieros denominados en divisas de otro país debe exigir, al menos, la rentabilidad que espera obtener en activos financieros de su propio país más una prima por riesgo de cambio, por diferencia fiscal y, si cabe, por diferente liquidez en el mercado. En la realidad, estas primas, que constituyen los fundamentos sobre los que los inversores basan sus decisiones, en ciertas ocasiones pueden adoptar la forma de barreras de entrada.

Ello explica que, si bien es cierto que se habían iniciado un conjunto de normativas que constituían los primeros pasos hacia la integración de los mercados, en el caso concreto del sector público era preciso esperar un conjunto de acontecimientos posteriores que afectarían al grado de liquidez, al tipo de cambio y, al carácter fiscal, para que el mercado español de deuda pública pudiera ser considerado por parte de los inversores no residentes como un ámbito potencial de actuación.

En el caso de España ha sido paradigmático la extrema importancia que las alteraciones relativas al grado de liquidez, al riesgo de cambio y a la fiscalidad ha tenido para la creciente integración de los mercados financieros.

2. LA LIQUIDEZ DEL MERCADO

La primera innovación acaecida a este respecto fue la dotación de un mayor grado de profundidad al mercado de deuda pública que, consecuentemente, redundó en la liquidez del mismo.

El grado de liquidez, resulta fundamental en la función de objetivos de un gestor que diversifica su cartera. Cuanto mayor sea la liquidez del valor adquirido, menor prima debe exigir el inversor; entendiendo que un valor es líquido cuando éste puede ser adquirido o vendido al precio corriente de mercado rápidamente y al menor coste¹³.

13. Esta liquidez vendrá determinada además de por los costes de transacción directos, por una variable no observable: el diferencial entre el precio al que el gestor puede realizar una operación determinada y el precio que existiría en el mercado si tal operación no se hubiera llevado a cabo.

Efectivamente, hasta 1987 el mercado de renta fija no estaba suficientemente desarrollado, lo que frenaba la atracción que este mercado podría ejercer sobre inversiones no residentes. Este hecho, ante la proximidad de los procesos de liberalización de movimientos sobre de capitales en el marco comunitario europeo, junto al creciente volumen de deuda pública transaccionado, exigía contar con un mercado adecuado que superara las limitaciones con las que se topaba el mercado bursátil. Para dar respuesta a estas necesidades en Abril de 1987, con el Real Decreto 50/1987 de 3 de abril, publicado en el BOE, 14 de Abril, se creó la Central de Anotaciones en Cuenta de la Deuda del Estado, que al favorecer la tenencia y transmisión de los títulos, logró crear un mercado secundario de deuda pública profundo y eficiente, que aligeraría y abarataría las operaciones en el mercado secundario¹⁴.

Cabe cuestionarse cómo esta mayor liquidez que implica la creación del mercado secundario de deuda anotada puede contribuir a explicar la forma que presentaba la curva de rendimientos a mediados de 1987. Para ello hay que tomar en consideración que a pesar de que el sistema comenzó a organizarse a mediados de 1987, anteriormente las expectativas de su implantación, puesto que con anterioridad ya se había realizado en todos los países industrializados, provocó un volumen importante de deuda pública anotada a medio y largo plazo adquirida por instituciones financieras exteriores, bajo la idea de que el nuevo sistema conduciría a un mercado de deuda más amplio y profundo, lo que redundaría en incrementar su grado de liquidez, que hace menos posible las oscilaciones bruscas de los tipos de interés; es decir, el riesgo de falta de liquidez se ve disminuido. Así pues, se esperaba un descenso futuro de las rentabilidades negociadas, lo que estimuló a que el «*gross*» de la demanda se centrara en estos títulos. La presión que dicha demanda generó sobre el precio, conllevó a una disminución de los tipos de interés a largo plazo. Esta disminución de los tipos de interés representativos del extremo largo ayuda a explicar el perfil invertido que caracterizaba a la curva de rendimiento del momento.

3. EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO Y LA CREDIBILIDAD

Fue en 1989 con la entrada de la peseta en el Mecanismo de Cambios e Intervención del Sistema Monetario Europeo, SME, cuando se dio un paso decisivo hacia la plena integración de los mercados financieros españoles.

14. Además la liquidez y transparencia se vieron incrementadas con el desarrollo del mercado derivado de futuros y opciones sobre deuda pública anotada, que facilita la cobertura de posiciones abiertas y actividades especulativas, y con la creación del sistema bursátil de negociación, compensación y liquidación de deuda anotada.

El SME, en el que se formalizaban las normas del comportamiento monetario dentro de la CEE y determina el ECU como moneda cesta de todas las monedas de los Estados miembros de la CEE, nació con un objetivo prioritario que consiste en : *«Estabilizar las variaciones del tipo de cambio entre las monedas participantes en el mismo, a fin de garantizar el correcto funcionamiento del mercado común asegurando una zona geográfica de estabilidad monetaria con una convergencia de las políticas de los Estados miembros»*.

Efectivamente, la entrada de la peseta en el SME se intentó no sólo con el objetivo de estabilizar el tipo de cambio, sino también con la finalidad de reafirmar el compromiso antiinflacionista de la política económica y que ello influyese en la formación de expectativas estables de los agentes económicos. La credibilidad que reportaría una disciplina del tipo de cambio más estrecha haría que los negociadores salariales ya no podrían actuar bajo el supuesto de que las peticiones salariales inflacionarias se acomodarían antes de que se manifestaran en forma de bajos beneficios, pérdidas de puestos de trabajo y desempleo. Por tanto, se reducirían las expectativas de inflación y el crecimiento de los salarios nominales, lo que redundaría en una disminución de la tasa de inflación real¹⁵.

Efectivamente, la entrada de España en el SME supuso un paso cualitativo en la integración del mercado financiero español en el mercado financiero europeo, y por ende mundial, en tanto en cuanto dotaba al mercado español de credibilidad: Elemento que puede ser considerado de extrema importancia en toda experiencia liberalizadora, puesto que la renuncia a la modificación del tipo de cambio como mecanismo habitual de ajuste obligaba, en definitiva, a una convergencia con las tasas de inflación prevalecientes en los países más estables del Sistema y, de este modo, proporcionaba un ancla nominal y un resorte de disciplina de la economía que permitía la posibilidad de otorgar al sistema flexibilidad para que la convergencia se produjese sin incurrir en costes elevados, en términos de ajuste interno para las economías que presentasen mayores desequilibrios básicos, al tiempo que reduciría el riesgo de importación exterior por parte de las economías más fuertes.

La credibilidad debe ser entendida, a nuestros efectos, como un factor endógeno del proceso que dependerá del grado de consistencia que los agentes precisan en las economías anunciadoras; en el caso concreto de nuestra economía, el hecho de que al otro lado de la frontera estuviera el modelo de la Comunidad Económica Europea,

15. De esta manera, la aceptación de la premisa de estabilidad de tipo de cambio podría ayudar a las autoridades nacionales en el control de la inflación, lo que garantizaría la rápida entrada de la economía española en la zona de mayor estabilidad de precios y, consecuentemente, facilitaría nuestra integración comunitaria.

incluida en el SME, suponía un estable punto de referencia del que se desprendían un conjunto bastante claro de recetas de política económica.

La onda expansiva de la segunda mitad de los años ochenta, amplificada por la integración en la CE, por un lado, y, por otro, la apertura y desregulación del mercado financiero, una vez clarificada la posición de la economía española en el contexto europeo, ante la perspectiva de la creación de una moneda única, estimuló a que se iniciase de forma creciente la entrada de capital exterior. Un elemento fundamental en la toma de decisiones del inversor por no residentes fue el paraguas que supuso la entrada en el SME, puesto que ofrecía la fijación de los cambios asegurando la rentabilidad y el atractivo de las operaciones. En realidad, la adopción de esta decisión redujo el riesgo de cambio de los inversores extranjeros aumentando el atractivo del mercado español que tuvo sus efectos sobre el perfil de la curva de rendimientos.

Efectivamente, esta mayor integración tiene importantes efectos también sobre la política monetaria, que como ya dijimos es el principal determinante del tipo de interés representativo del extremo corto de la curva de rendimiento.

Frente al carácter riguroso y disciplinado que hubiera sido necesario imponer al gasto nacional, aplicando las distintas medidas integrantes de una política de convergencia de la inflación, lo que realmente sucedió fue que esa política de convergencia española sufrió un fuerte desequilibrio, haciendo descansar sobre la política monetaria el peso del ajuste necesario. Más aún, la política monetaria tuvo que intensificar su dosis de estabilidad ante una política presupuestaria expansiva¹⁶ y ante un comportamiento poco disciplinado de rentas.

Esta extremada y desequilibrada política monetaria, para doblar el fuerte gasto nacional, en la convergencia hacia tasa de gasto nacional menor y precios más estables, determinó una situación caracterizada por una coyuntura de tipos de interés altos; alimentados, por una parte, por las crecientes necesidades de financiación del sector público y, por otra, por el carácter restrictivo de la política monetaria, que pretendía contrarrestar a la anterior, con el fin de mantener los desequilibrios básicos bajo control.

Estos altos tipos de interés condujeron a la práctica de continuas intervenciones del Banco Central con el propósito de ajustar los cambios a los márgenes de fluctuación contenidos por el SME. Se producía la conocida paradoja de los tipos de interés, en cuya virtud el país con una mayor tasa de inflación y más problemas de convergencia era la moneda más fuerte, e incluso expulsaba del SME a países con menor infla-

16. La opción estabilizadora de la economía española con el abandono de la política presupuestaria no es más que una consecuencia de las costumbres que han dominado la Hacienda Pública de la democracia española.

ción, dificultando la posibilidad de que éstos practicaran descensos de tipos de interés que ayudaran a sus conveniencias internas, en orden a la recuperación de sus propias economías¹⁷.

❖ Efectivamente, el uso de la política monetaria, como vía prácticamente exclusiva en la lucha inflacionista, determinó unos tipos de interés significativamente más elevados que los vigentes en nuestro entorno. Esta mayor remuneración de los activos denominados en pesetas (y, consecuentemente, el mayor coste de la financiación crediticia doméstica), en un contexto de la reducción de la prima por riesgo¹⁸ favoreció como ya indicamos, una notable entrada de capitales exteriores, que superaban las necesidades de financiación de los déficit por cuenta corriente, empujando a la peseta excesivamente al alza; podemos decir que la peseta estaba sobrevalorada, en el sentido de que tenía una tasa de inflación diferencial, y, al mismo tiempo, se había apreciado la moneda, con la consiguiente pérdida de competitividad. Desde una situación inicial en 1987, de equilibrio de la balanza en cuenta corriente, se iba pasando hacia un déficit del 2,8% del PIB, en 1989, (cuadro 1). En 1987 y 1988 los capitales permanentes (equiparados a las partidas de balanza de pagos correspondientes a inversión directa y en inmuebles) compensaban el déficit corriente, pero a partir de este último año eran ya insuficientes y el déficit se cubría, en exceso, por capitales temporales (resto de partidas de capital), tal y como indica el cuadro 1 y 2. Esta espectacular entrada neta de capital desde 1987 aparece, a la luz de estas cifras, como la causa básica que explica la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal y real en los últimos años. La peseta se apreció, pero lo hubiera hecho mucho más si el Banco de España no hubiera intervenido activamente, provocando un fuerte aumento de las reservas. El hecho de que la política monetaria a partir de nuestra entrada en el mecanismo de cambios e intervención del SME tuviera como objetivo intermedio el tipo de cambio¹⁹, y ante el temor de que superara las bandas de fluctuación de la parilla, la

17. Esta opción española por la aplicación unilateral de la política monetaria impuso además del coste externo un coste interno, porque la atracción de capitales que provocaba este alto tipo de interés, para financiar su déficit público creciente, provocó que la peseta se apreciara, lo que tuvo un fuerte impacto sobre la economía real: al coincidir con el desmantelamiento de la protección arancelaria, provocó el desmoronamiento del comercio exterior y conllevó a una difícil situación para la competitividad de la industria interior.

18. Es curioso y significativo que en 1989, cuando se adoptó la decisión de incluir la peseta en el MCI del SME, fijando un tipo de cambio levemente depreciado respecto al mercado, no se procediese a ningún recorte de los tipos de interés para compensar la reducción de la prima de riesgo, tal y como había hecho, por ejemplo, Reino Unido.

19. Al que deben subordinar tanto el crecimiento del agregado monetario establecido, los Activos Líquidos en Manos del Público, como el manejo de los tipos de interés.

autoridad monetaria española reintrodujo diversas normativas para controlar especialmente la entrada de capital a corto plazo²⁰, fundamentalmente especulativos, atraídos por los altos tipos de interés nominales españoles y por las favorables perspectivas de la peseta, en el intento de evitar sus consecuencias desfavorables en términos de hinchamiento de oferta monetaria y tensiones inflacionistas. Ello implicó una pérdida de grados de libertad en cuanto la fijación de los tipos de interés compatibles con los objetivos de las autoridades en materia de inflación, lo que justifica que los tipos de interés adquiriesen un mayor protagonismo como indicador y como variable instrumental de la política monetaria²¹.

Así pues, por un lado el hecho de que el tipo de interés a corto plazo aumentase, fruto de la implantación de controles de movimientos de capital (condicionado por la necesidad de mantener la peseta dentro de las bandas de fluctuación de la parrilla) y, por otro, la disminución que experimentó el tipo a largo, ante la presión compradora procedente del exterior, pueden ayudar a explicar la pendiente invertida que mostraba la curva de rendimientos.

Este mayor grado de apertura e integración de nuestros mercados, que implicaba una mayor interdependencia exterior y, consecuentemente, un mayor grado de internacionalización para nuestra estructura temporal de tipos de interés, se puso en evidencia en 1990, tras la reunificación alemana, acordada el 1 de julio de 1990, por la que se estableció la unidad política, económica y monetaria de ambas.

Esta circunstancia determinó un elevado coste en términos de una espectacular ampliación del déficit presupuestario en Alemania. Efectivamente, la reunificación implicaba que este país debía afrontar elevados costes presupuestarios en infraestructuras e industrias en la parte oriental que implicaba gastos en modernización de stock de capital público y privado, transferencias para cubrir la deuda de la antigua RDA, los

20. Entre las medidas, que alteraban parcialmente la tendencia liberalizadora del sistema de control de cambios español, destacan: la exigencia de constituir un depósito no remunerado del 30% del valor de cada disposición o utilización neta de préstamos denominados en divisas o pesetas convertibles que obstaculizaba la entrada de capital más especulativo, y la fijación por parte del Banco de España, tanto en 1989 como en 1990, por la vía de la «recomendación» a los bancos y cajas de ahorro que limitasen el crecimiento del crédito al sector privado en un 17% para el conjunto del año. El establecimiento de mecanismos excepcionales de control temporal ya había sido practicada por otros países del SME, en situaciones de emergencia. Este recurso a un tope máximo de crecimiento bancario, con el ánimo de hacer posible el enfriamiento real, en tanto en cuanto suponía una oferta monetaria menor, pudo ser probablemente, entre otros, un factor que impulsó al incremento en el tipo de interés negociado en el mercado interbancario.

21. Los tipos de interés constituyen la vía lógica por la que el Banco de España puede influir en el tipo de cambio.

pagos de los intereses de la misma, subsidios por desempleo, y otras ayudas para mejorar y equiparar el nivel de vida de la Alemania Oriental²².

Junto a este creciente y alto déficit presupuestario cabe destacar que la rapidez con la que se llevó a cabo el proceso de unificación tuvo como repercusión más inmediata la reducción del ahorro total, el aumento de ahorro privado no compensó la disminución del sector público. Ello obligaba a la necesidad de ejercer una fuerte demanda de ahorro procedente de los países industrializados para poder hacer frente al fuerte ritmo de inversión que implicaba la unidad de las dos alemanías. Estas circunstancias condujeron al Bundesbank a aumentar los tipos de interés, con el doble propósito de frenar el galopante ritmo de inflación existente y, para poder financiar la política fiscal de signo marcadamente expansivo.

Estos hechos que acontecían fuera de nuestras fronteras, dada la movilidad de capital, tendría repercusiones sobre nuestra economía y sobre nuestra estructura temporal²³. Efectivamente, la restricción alemana en la política monetaria se trasladó al resto de países, entre ellos España, lo que pone de relieve, explícitamente, el hecho de que nuestra estructura temporal de tipos de interés estaba afectada por cuestiones acontecidas más allá de nuestras fronteras. Esta dependencia la podemos justificar por el hecho de que el déficit público español estaba financiado por deuda en manos, en gran parte, de no residentes, lo que hacía necesario incrementar los tipos de interés a corto plazo, pues, en caso contrario, de no haber actuado así, el diferencial de rentabilidad existente entre los activos denominados en pesetas o en otra divisa, especialmente en marcos, en un escenario de creciente movilidad de capitales, podría haber provocado una salida de capitales²⁴ y la consiguiente depreciación de la divisa nacional.

22. El coste de unificación debido a las crecientes demandas de fondos procedentes de los Länders del Este se tradujeron en incrementos del déficit fiscal de hasta el 4% en 1991, frente al 1,9% registrado en el año anterior.

23. Debemos tener presente que en julio de 1990 entró en vigor la Directiva del Consejo 88/361/CEE de 24 de junio de 1988, para la aplicación del artículo 67 del Tratado de la CEE, según la cual se estipulaba, con salvaguardas, la abolición de todas las restricciones a los movimientos entre personas residentes en los Estados miembros. Las salvaguardas afectaban a países como España, Portugal, Grecia e Irlanda, a los que la citada directiva les permitía el mantenimiento de restricciones hasta después de dicha fecha, en el caso concreto de España e Irlanda ésta era el 31 de diciembre de 1992.

24. Una vez más se observaba la necesidad de controlar el déficit público en contra de lo que realmente sucedía.

4. LA ARMONIZACIÓN FISCAL: UN PASO NECESARIO

HACIA LA PLENA INTEGRACIÓN

No fue hasta 1991, cuando se produce una circunstancia que, sin duda, supuso un salto cuantitativo, el más importante, hacia la integración total del mercado español y, por ende, a la internacionalización de nuestra estructura; nos referimos a la fiscalidad.

Debemos tener presente que en una situación de plena libertad de capitales, como la que ya regía en la mayoría de países de la Comunidad Europea (en España en virtud de la cláusula de salvaguarda, la fecha tope era el 31 de diciembre de 1992), los agentes económicos adoptan sus decisiones de inversión tomando en consideración la rentabilidad económico-fiscal de las inversiones; la fiscalidad puede influir de forma similar a la liquidez en las decisiones de inversión internacional; en la práctica, para que un mercado de deuda pública, o en general de activos financieros, sea aceptado por los inversores no residentes como un nuevo ámbito para la diversificación de carteras debe presentar unas condiciones fiscales similares a sus competidores potenciales.

Hasta aquel momento el sistema fiscal vigente gravaba las rentas obtenidas por los no residentes comunitarios en deuda pública española o en otros activos²⁵. Pero en aquellos momentos con el ánimo de atraer capitales con el que financiar su déficit, y con el propósito de evitar la desfiscalización del ahorro generado dentro de sus fronteras, que pudiera producirse como consecuencia de la liberalización completa de los movimientos de capital y de la libre prestación de los servicios financieros, se imponía en España, al igual que ya habían hecho los países del Grupo de los 7 y europeos, una armonización de las legislaciones fiscales. Con este objetivo se redactó el Decreto Ley 50/1990 de 20 de Diciembre de Medidas Fiscales Urgentes, y que entró en vigor el 1 de enero de 1991, extendido a las sociedades por la Ley de Presupuestos de 1991, en virtud del cual, los intereses e incrementos patrimoniales derivados de bienes muebles, entendiéndose por tales los activos financieros, a partir de este momento no se considerarían obtenidos en España cuando correspondiesen a personas físicas, o sociedades no sujetas por obligación personal de contribuir.

25. Se aplicaba con carácter general un tipo de gravamen del 25% y en el caso de que el no residente tuviese establecimiento permanente en España o en el de los incrementos patrimoniales este tipo se alejaba al 35%. Sin embargo, España tenía firmados con varios países los convenios de doble imposición que limitaban o establecían un tope máximo la imposición sobre los tipos de interés; efectivamente, en España, la atenuación por doble imposición se instrumentaba a través de un 10% de deducción en los intereses recibidos de Alemania, Italia, Grecia, corrigen totalmente este efecto.

Esta reforma, que implicaba la exención fiscal supuso un cambio radical para el tratamiento fiscal de activos de riesgo más homogeneizable, como era el caso de la deuda del Estado, y de los rendimientos de capital, en general, en poder de residentes en otros Estados de la CEE, y las perspectivas de ganancias de capital asociadas a las expectativas de la bajada y convergencia de los tipos de interés, derivada de una corrección en la tasa de inflación, impulsaron a que se registrase una fuerte demanda procedente del exterior; a ello hay que unir a los siguientes hechos adicionales en el camino hacia la plena integración de nuestro mercado: En el mes de marzo de 1991 se suprimió el depósito obligatorio del 30% sobre los préstamos financieros exteriores, última restricción vigente del conjunto de medidas relativas al control de cambios en el trienio 1987/89; un mes más tarde, en abril, las autoridades españolas adoptaron un conjunto de medidas tendentes a la liberalización de capital que consistieron en la autorización a los residentes de constituir depósitos en monedas extranjeras en entidades residentes, y en incrementar las facilidades para que éstos otorgasen préstamos a no residentes; y, por último, en el mes de Septiembre de 1991, el Ministro de Economía y Hacienda anunció en el Parlamento Español que la medida de la plena liberalización de capitales con todos los países del mundo, no sólo con los de la CEE, tendría lugar a principios de 1992²⁶. Estos hechos, en un contexto de fortaleza de la peseta, propiciaron una fuerte demanda exterior de títulos públicos. Este flujo de capital procedente del exterior se dirigió principalmente a la deuda a medio y largo plazo²⁷, ante los mayores beneficios potenciales que ofrecían las rentabilidades realizadas en este segmento, de modo que a finales del año 1991, el saldo en poder de no residentes casi se había cuadruplicado, situándose cerca de los dos billones de pesetas.

La circunstancia de que la fuerte demanda de activos fuera del segmento a medio y largo plazo, ante las expectativas muy arraigadas de la futura bajada de tipos de interés, ante la eventual eliminación del depósito previo sobre la financiación exterior, y por el hecho de que eran mayoritariamente operadores institucionales, provocó una presión sobre el precio de estos activos o, lo que es equivalente, una disminución de su rendimiento, lo que nos permite ofrecer una explicación adicional a la forma invertida que presentaba la curva de rendimientos de aquel momento.

26. Lo que suponía un adelanto de casi un año para los inversores a la hora de decidir dónde materializar sus inversiones, puesto que, en un principio, y de acuerdo a los compromisos de España con la Comunidad Europea, éste hubiera tenido lugar el 31 de diciembre de 1992.

27. En los cinco primeros meses de 1991, el 70% de las emisiones de bonos y obligaciones del Estado fueron adquiridos por no residentes.

5. EL TRATADO DE MAASTRICHT, CONVERGENCIA HACIA EUROPA

Ya a finales de 1991, se produjo un hecho de especial relevancia e implicaciones para la internacionalización de nuestra estructura temporal de tipos de interés, nos referimos a los acuerdos de Maastricht, que implicaba la reforma más importante del Tratado de la Comunidad Europea desde su creación en 1958, donde se sentaron las bases para el comienzo de la Unión Económica y Monetaria, y se creó el impulso para no sólo convertir la CEE en un Mercado Único sino en una Unión Monetaria. En definitiva, los acuerdos, adoptados por los Jefes de Estado y Gobierno, implicaron el paso desde un sistema fragmentado e intervenido a un mercado más integrado, como resultado de la liberalización de los movimientos de capitales y, finalmente, a un mundo más abierto y competitivo en el ámbito europeo, suponiendo el refrendo final a un largo proceso de libertad e integración de los mercados financieros en un mercado financiero único iniciado con el Plan Werner en 1970.

El Tratado de Maastricht no sólo logró, de entrada, intensificar notablemente las expectativas de convergencia entre los países firmantes sino que dotó al mercado de un calendario e instrumentos de convergencia concretos. En más de una ocasión se ha señalado que los acuerdos del Tratado de Maastricht constituyen la pieza clave para la creación de la Unión Monetaria Europea, ya que en ellos se fijan las condiciones de convergencia, es decir, los requisitos que debe reunir todo país para formar parte de la Unión Monetaria²⁸.

Las expectativas de que las «*plusvalías de convergencia*» no se verían compensadas por depreciaciones equivalentes de las divisas respectivas favoreció la inversión extranjera en deuda pública de los Estados que el mercado confiaba en que formasen parte de la futura Unión Económica y Monetaria Europea. Ello explica que la inversión extranjera en España, inducida por la confianza en diferenciales en horizontes temporales dilatados, como por expectativas de plusvalías a corto plazo, convirtiesen el mercado español como un mercado adecuado en el que materializar sus inversiones.

Adicionalmente, cabe resaltar que el 1 de febrero de 1992, es cuando, con casi un año de antelación sobre la fecha-límite prevista²⁹, quedaba abolido el sistema de control de cambios, eliminando ciertas restricciones que todavía estaban en vigor³⁰.

28. Cabe destacar que se trata de criterios de convergencia nominal, no real o de nivel de desarrollo relativo. De hecho, el nivel de convergencia a nivel real suele ser lento y se considera que un cierto nivel de convergencia nominal es necesario para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria.

29. Según la Directiva del Consejo 88/361/CEE de 24 de junio de 1988 dichas restricciones no podían estar en vigor con la entrada de España en el Mercado Único el 31 de diciembre de 1992.

30. En este momento se estableció que tan sólo se mantendría la exigencia de autorización previa para la exportación física de moneda metálica, billetes de banco, cheques bancarios al portador, a

Los mercados consideraron que esta libertad de capitales estimularía el proceso hacia la convergencia de tipos de interés en los países de inflación media, como en el caso de España, de la mano de la corrección de ésta, que operaría fundamentalmente sobre el tipo de interés a largo plazo, puesto que en los acuerdos de Maastricht se contemplaba la regla adicional relativa a que los tipos de interés de deuda pública a largo plazo no deben exceder en más de dos puntos la media de los vigentes en los tres países que tuvieran la inflación más baja, lo que motivó a que la presión a la baja de los tipos de interés a largo plazo fuera más acentuada, aún cuando sin duda, acaba arrastrando a los de corto plazo, contribuyendo a explicar la curva invertida de los tipos de interés española.

Del análisis de la curva de rendimiento, podemos deducir que el mercado esperaba un muy fuerte descenso de los tipos de interés a lo largo de los años; pero esta curva no sólo refleja las expectativas, sino una cierta tendencia al exceso de demanda a medio y largo plazo frente a la oferta del Tesoro, por causa de la inversión extranjera; primas de riesgo negativas sobre rentabilidades a largo plazo, según la jerga de Modigliani y Sutch (1966). Una vez más observamos como la estructura temporal viene afectada por los condicionantes externos.

5. LA CRISIS DEL SME Y LA «TORMENTA MONETARIA»

En el segundo semestre de 1992, se sucedieron un conjunto de acontecimientos que desembocaron en la ya famosa crisis del SME y en la comunmente conocida «*Tormenta Monetaria*» de finales de año.

Para entender esta situación, que se inició el dos de junio con la negativa danesa en el referéndum para la ratificación del Tratado de Maastricht y que propició que se registrara un importante volumen de ventas de ciertas divisas del SME, entre ellas la peseta, en el verano y otoño de 1992, es preciso retroceder en el tiempo cinco años

través de las fronteras nacionales por importe superior a los cinco millones. Estas restricciones la justificaban como una medida de apoyo a la lucha contra la actividad delictiva. Sin embargo, quedaba la posibilidad de que las autoridades españolas pudieran reintroducir unilateralmente medidas limitativas de la libre circulación de capitales hasta finales de 1992, pero a partir de la creación del Mercado Único, en enero de 1993, sólo podrían aplicarse cláusulas de salvaguarda para limitar los flujos de capital en circunstancias excepcionales, bajo criterios muy restrictivos, que requerirían la autorización por parte de la Comisión, y por una duración máxima de seis meses.

atrás; concretamente, sobre el período 1987-91, período en el que como ya hemos analizado se caracterizó porque los inversores institucionales, amparados en la idea de que los países miembros del SME estarían en continuo camino hacia la UEM, dirigieron importantes y acumulativas entradas de capital hacia las divisas que rendían más del SME, bajo la idea de que el diferencial de los tipos en favor de la monedas del SME de alto rendimiento, crecientemente sobrestimaría el actual riesgo de depreciación del tipo de cambio³¹.

Hasta aquel momento la política económica de los distintos Estados miembros era divergentes, pero el mercado había concedido una elevada credibilidad a los países de moneda fuerte practicada por ciertos países, en el intento de acelerar la convergencia económica con los países más estables. Esto explica que elevados tipos de interés y niveles de inflación relativamente altos tendieran a situarse en la parte superior de las bandas de fluctuación.

En estas circunstancias, la posición que la peseta mantenía en el SME, en la parte alta de la banda de fluctuación, era en realidad un «*equilibrio inestable*», al abrigo del escenario de una Europa unida que reinaba tras la firma del tratado. Pero el inestable equilibrio que la extensión de la «Teoría de la convergencia»- una suerte de enfoque mecanicista del proceso de convergencia europea que la realidad evidenció como demasiado ingenua había favorecido en torno a la cumbre de Maastricht, se rompió el dos de junio, con el rechazo del pueblo danés a la ratificación del Tratado. Ilusoriamente los agentes económicos se habían creído que en Maastricht todo se había resuelto, mientras que el resultado del plebiscito actuó como revulsivo y despertó a los mercados del largo letargo en el que vivían sobre el verdadero comienzo de la Unión Económica y Monetaria.

En el caso de la economía española el resultado negativo danés, junto a la incertidumbre acerca del referéndum francés, que se celebró el 20 de septiembre de 1992, retaban ambos la certidumbre de algunos países de cumplir la pactada convergencia para sostener las paridades existentes del tipo de cambio, dieron paso a la visión con meridiana claridad del deterioro de nuestros desequilibrios básicos³² y la sobrevaloración de la que gozaba la peseta, lo que provocó que el atractivo de la peseta, alentado por los altos tipos de interés, se fuesen difuminando, dejando paso a un período en el que tanto residentes, como no residentes, preferirán colocar sus fondos en otras divisas

31. Ello es conocido en la mayoría de centros financieros como el «juego de la convergencia», estrategia que pareció recibir apoyo con la firma del Tratado de Maastricht.

32. Como muestra el indicador AFI utilizado por Analistas Financieros Internacionales (1993).

ante la desconfianza existente en la economía para remontar la crisis de crecimiento y la recuperación de los desequilibrios³³.

Así pues a corto plazo, los mercados «redescubrieron» el riesgo de cambio, lo que provocó una salida de capitales que, en virtud de la libre movilidad de capitales y la evolución de los medios técnicos, alcanzó magnitudes imposibles de controlar por los bancos centrales, invalidando los mecanismos de defensa del MCI del SM, lo que llevó a que el 17 de septiembre, ante la presión existente sobre la peseta, tras tres años de estabilidad, se acordara la devaluación de la peseta. Si bien en cierto modo se ha tratado de una crisis del SME como forjador de expectativas sobre la futura constitución de la Unión Económica y Monetaria Europea, por lo que cabe hablar de crisis de confianza, la razón fundamental la deberíamos buscar en la escasa convergencia de los fundamentos macroeconómicos: a) La insuficiente convergencia nominal, y en la b) diferencia en las posiciones cíclicas y en las prioridades de la política económica, que determinó que las políticas económicas que empezaron a instrumentar las autoridades económicas adquirieran un sesgo diferente. Así, mientras que en Alemania la prioridad se centró en la lucha antiinflacionista³⁴, lo que justifica que el Bundesbank mantuviera la tendencia alcista de tipos de interés que se venía manifestando desde 1988³⁵, llegando a situar sus tipos oficiales en niveles máximos de los últimos años, en el resto de países empezaba a ser preciso instrumentar políticas monetarias más laxas para evitar la recesión.

Sin embargo, dado el alto grado de integración era imposible realizar una política monetaria suficientemente diferenciada. Ello exigía, consecuentemente, que el resto de países, como España, aún a pesar de que pudiera contradecir lo que hubiera sido acertado atendiendo a las condiciones internas³⁶, mantuvieran un tipo de interés alto,

33. Esta desacumulación en la cartera pública de los no residentes, ante el posible encarecimiento que podría suponer la toma de préstamos en divisas, propició que las pérdidas de reservas fueran de 15,8 mm de dólares en el período septiembre-noviembre, con lo que el nivel de reservas se situó en diciembre en 50,48 mm de dólares, como consecuencia de la vuelta de sus posiciones por parte de las entidades financieras.

34. El fuerte crecimiento de la demanda de consumo e inversión, consecuencia de la reunificación, originó fuertes tensiones inflacionistas, situándose la tasa media del IPC en el 4,4%, nivel excesivamente elevado desde una perspectiva histórica.

35. Es más, el Bundesbank manifestó en repetidas ocasiones que no relajaría su política monetaria a menos que las circunstancias de su país lo aconsejaran; condicionó su política monetaria al cumplimiento de tres factores puramente domésticos: control de la inflación, la moderación en las revisiones salariales y, firma del Pacto de Solidaridad.

36. El alto nivel de desempleo, la bajada de la cuantía de la inversión, hacían pensar en una bajada de tipos de interés como una posible solución a estos hechos.

pues en caso contrario hubiera hecho peligrar el compromiso de mantener la peseta dentro de la banda de fluctuación.

Para frenar esta *fiebre* vendedora se pusieron en marcha, adicionalmente, un conjunto de mecanismos, entre los cuales se contemplaba el aumento del tipo de interés³⁷. Sin embargo en la «*praxis*» no se conseguía. Tal vez, porque los mercados pudieron considerar que las autoridades monetarias no serían capaces de sostenerlos en un país, como España, con extremas debilidades fiscales, larga participación de la deuda pública a corto plazo y tipos de interés flotantes, puesto que al aumentar el tipo de interés el déficit fiscal se realimentaría. Una segunda razón, que pudo debilitar el atractivo de la divisa doméstica es, que los altos tipos de interés mantenidos, principalmente, para defender un objetivo de tipo de cambio, a menudo son considerados como un alto coste de oportunidad, en términos de actividad económica doméstica, particularmente si la economía está sumida en una recesión, donde existen altos niveles de desempleo, donde la presión de tensiones inflacionistas son reincidentes y donde el pronóstico es el de lento crecimiento futuro.

Si ello no era suficiente, como era evidente, para evitar la galopante salida de capital, como ocurría en España, se restablecieron controles de capital³⁸.

La idea que subyacía en el establecimiento de controles de capital era la de romper el canal de financiación de los especuladores (cubridores o «*hedgers*») hacia los bancos nacionales o domésticos. Con el transcurso del tiempo los canales de salida típicamente crecerían y la lenta pérdida inicial de reservas se aceleraría. Si bien existen otros efectos dañinos entre los que destaca el hecho de que al limitar las demandas de liquidez de los inversores, en el futuro sería mucho más duro atraer entradas de capitales.

Ello contribuye a explicar que, ante este posible riesgo de iliquidez y depreciación los inversores exigen una prima de riesgo sobre los pasivos de estos países.

37. Esta clásica prescripción tenía por objetivo incrementar el tipo de interés a los bancos, en orden a que esta restricción se trasladase hacia los otros tipos de interés, con el objeto de hacer atractiva la inversión en activos denominados en moneda doméstica.

38. Una imposición repentina de controles de capital casi siempre puede reducir las presiones a las que el banco central debe enfrentarse cuando su divisa es atacada. Las medidas restrictivas adoptadas por el Banco de España para hacer frente a la «tormenta monetaria» de septiembre de 1992, quedó recogida en una circular del Banco de España, en la que obligaba a los bancos que prestaran a no residentes debían realizar un depósito del 100% del préstamo por un año y sin intereses, asimismo establecía que las entidades que compraran divisas a muy corto plazo (menos de tres días) debían depositar sin contravalor en pesetas, también sin remuneración.

A pesar de estas medidas, la devaluación del 5% de la divisa española no había alcanzado el tipo de cambio acorde con la situación de la economía³⁹ y, en el mes de noviembre un hecho ajeno a nuestra economía, el alejamiento de la corona sueca del SME⁴⁰, que provocó que el flujo de dinero se dirigiese hacia el marco alemán, sería el detonante de la segunda devaluación de la peseta, la libra esterlina y el escudo portugués⁴¹.

Resumiendo, podemos indicar que las dos devaluaciones consecutivas pusieron de manifiesto lo enunciado en más de una ocasión cuando se afirmaba que no resultaba posible la consistencia instantánea de los cuatro componentes de lo que ha venido a denominar «cuarteto Inconsistente»: Integración plena de los mercados de bienes; integración plena de los mercados financieros y de capitales; tipo de cambio estables; y, política monetaria nacional autónoma.

Esta crisis que hizo aflorar las divergencias existentes entre las economías, obligando a valorar los riesgos de cada moneda en función de sus respectivas monedas y no en función de las promesas de los acuerdos firmados, puso de manifiesto el alto grado de globalización que los mercados financieros habían alcanzado, determinando una significativa reordenación de los diferenciales de los tipos de interés frente al marco, y sus consecuentes efectos sobre la estructura temporal de tipos de interés.

Este conjunto de circunstancias acontecidas en los mercados financieros internacionales dejaron sentir pronto su influencia sobre el diferencial o *spread* de intereses español, al afectar a la evolución seguida por los tipos de interés a corto y largo plazo.

En lo que a tipos a largo plazo respecta, hemos de indicar que al estar la deuda suscrita en gran parte por no residentes las expectativas de devaluación del tipo de cambio tienden a crear fuertes salidas de capital, a menos que se ofrezcan tipos de interés atractivos.

39. En realidad, la cotización se mantenía gracias al apoyo diario del Banco de España, a un alto precio en reservas, y a las restricciones que la autoridad monetaria había impuesto a los movimientos de capital para frenar la especulación.

40. Aunque esta divisa no pertenecía al SME, las autoridades de aquel país se habían comprometido a ligar el cambio de la corona sueca al ECU, con el objetivo de facilitar los ingresos de Suecia en la CEE.

41. En la anterior tormenta el Banco de Suecia llegó a fijar los tipos del 500%, para evitar mantener la paridad, pero finalmente tuvo que devaluar ante las crecientes presiones; la caída de la corona sueca desestabilizó a las coronas danesa y noruega, por tratarse de un espacio económico con intensas vinculaciones. Las autoridades de estos países se vieron forzados a subir sustancialmente sus tipos de interés.

A medida que los planteamientos de la construcción europea a dos velocidades tomaron consistencia los inversores ponderaron el mayor riesgo que constituía quedar excluidos de una primera velocidad que presuntamente giraría en torno al núcleo Alemania-Francia. Ello provocó que el aumento de las primas de riesgos, que debían soportar ciertas economías, se concentrase en un aumento notable de los tipos de interés respecto a la moneda, que probablemente siga contando con las expectativas de tipos de interés: el marco alemán.

Efectivamente el hecho de que los activos financieros se evalúen respecto a su verdadera riesgo tuvo especial trascendencia para la deuda pública española.

Si bien es cierto que en ninguna de las economías modernas parece probable la declaración de impago de sus deuda por parte del Tesoro público, sí podría existir la tentación de «aligerar» su coste, como ya había sucedido en anteriores ocasiones, permitiendo o incluso propiciando, elevaciones sistemáticas del nivel de precios con el fin de reducir el valor real de la deuda, o efectuar una devaluación de la moneda nacional para disminuir, el coste del endeudamiento externo para la financiación de los déficit públicos.

Esta situación cambiaría radicalmente como así venía recogido en el el Tratado de Maastricht puesto que la cesión de la soberanía monetaria que supone la Unión Económica y Monetaria, UEM, en su fase III y final, transforma el riesgo público en un riesgo muy próximo al riesgo privado, lo que consecuentemente tendría importantes consecuencias para los mercados de deuda en Europa. El riesgo de un inversor en la deuda pública de un Estado miembro no es sino la medida de incertidumbre -como todo riesgo crediticio- sobre si el prestatario pagará o no los intereses y devolverá el principal por las cifras nominales pactadas y en el momento acordado. Este riesgo se venía considerando nulo cuando el emisor, el Gobierno, de un Estado plenamente soberano, podía acceder a la financiación en última instancia de su Banco Central, es decir, a la creación de base monetaria o señoreaje, toda vez que si el Gobierno tuviera problemas de liquidez que dificultasen la devolución del principales o el pago de intereses, es obvio que siempre podría resolverlos obteniendo fondos de su Banco Central para hacer frente a sus compromisos con los inversores. Pero a raíz de la profunda modificación que establece el Tratado en su fase final los Gobiernos para hacer frente a su déficit no podrán apelar a dichos mecanismos de monetización e introduce la regla de «No-Bail-Out» (art. 104) que implica que cada Estado miembro será el único responsable del pago de sus propias deudas, de modo que en caso de crisis no podrá percibir el apoyo o respaldo de los otros Estados miembros. La implicación de esta regla, a nuestros efectos, es el hecho de que el mercado deberá valorar adecuadamente el riesgo para determinar la prima a exigir a la hora de tomar sus decisiones.

El hecho de que la política presupuestaria se hubiera caracterizado por no ser convergente⁴², como consecuencia de las respuestas dadas por las economías a las crisis del petróleo, conducía a una situación en la que la sostenibilidad de la deuda pública es muy heterogénea.

El grado de sostenibilidad de las políticas fiscales de cada Estado todavía no implicaba como tal un riesgo de solvencia de un grado determinado, sino un riesgo de inflación, desequilibrio exterior y tipos de interés. En una economía abierta esto se traduce en un incremento de la probabilidad de depreciación de su divisa frente a aquellas otras del sector público más disciplinado, por lo que los agentes exigen un cierto incremento en los tipos a largo plazo, que cubra este riesgo de cambio.

En el caso concreto de España, el hecho de que el déficit mostrara una tendencia claramente alcista, pudo ser considerado por los inversores como un mayor riesgo a la hora de invertir, y consecuentemente, exigir una prima de riesgo mayor.

La situación exterior también permite explicar la forma que adopta la curva de rendimiento, por lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo. Como ya hemos indicado la fuerte presión sobre la peseta obligó a los bancos centrales de los países afectados a tener que intervenir en el mercado de divisas. En el caso concreto de España, la intervención ejercida por el Banco de España provocó una falta de liquidez en el mercado interbancario y consecuentemente el tipo de interés de este mercado se vio incrementado. Para ser más precisos en nuestra explicación de por qué se produce este hecho recordemos que en las últimas décadas el Banco de España ha tenido que prestar volúmenes de liquidez crecientes a las entidades financieras sujetas a la cobertura del coeficiente de caja. A través de este coeficiente (4%), el banco emisor obliga a las entidades a mantener un volumen de depósitos (los activos de caja) en relación a sus pasivos computables. Las entidades financieras disponen de dos vías para obtener la liquidez necesaria. Una, a través de las intervenciones que realiza el Banco de España en el mercado monetario, y que denominamos liquidez prestada; otra, la que se deriva de los factores autónomos de generación de liquidez, constituidos por la cuenta del sector exterior (la contrapartida en pesetas de las reservas centrales de divisas), la cuenta del sector público (donde se reflejan sus flujos de ingresos y pagos) y la circulación fiduciaria (el dinero en efectivo). El carácter autónomo de estos facto-

42. En Francia y Alemania se aprobaron los presupuestos muy expansivos; en Dinamarca, Holanda, fueron también expansivos, aunque en menor grado, mientras que en otros países, como Italia o Reino Unido, la respuesta expansiva al shock se instrumentó mediante políticas monetarias acomodaticias. El segundo shock del petróleo fue respondido, de forma menos procíclica, en países como Alemania o Reino Unido, en contraste con Bélgica, Dinamarca, Irlanda e Italia, donde las políticas fiscales se relajaron adicionalmente.

res reside en que no son partidas que el Banco de España utilice para regular la liquidez del sistema bancario, si bien algunas de ellas se ven afectadas por diversas actuaciones de las autoridades monetarias. Así, por ejemplo, el banco emisor interviene en los mercados de cambios vendiendo (comprando) reservas para evitar presiones depreciadoras (apreciadoras) sobre la peseta, ello tendrá su reflejo en disminuciones (aumentos) de la cuenta del sector exterior y, por tanto, de la oferta autónoma de liquidez.

La diferencia entre esta oferta autónoma y el nivel de activos que el Banco de España obliga a mantener a las entidades constituye las necesidades de liquidez del sistema bancario, o lo que es equivalente, la liquidez que el banco emisor tiene que prestar a las entidades para que éstas puedan cumplir con la obligación de cobertura de coeficiente de caja. En los últimos meses del año 1992, la dependencia de las entidades de la liquidez prestada por el Banco de España ha aumentado de forma espectacular. Ello se ha debido, principalmente a la venta de las reservas que las autoridades monetarias se han visto obligadas a llevar a cabo ante las extremas presiones depreciadoras a las que la peseta se veía sometida desde el mes de septiembre en el contexto de la crisis sufrida en el seno del SME.

De esta forma las necesidades de liquidez medias del sistema bancario han pasado del entorno de los dos billones, en que se situaban antes del mes de septiembre, hasta alcanzar cerca de los cinco billones, situación que pone de manifiesto que la oferta autónoma de liquidez sea nula e incluso negativa. Este es un factor que incide en el fuerte tensionamiento de los tipos del depósito interbancario.

6. MODELO ECONÓMICO

Para finalizar nuestro análisis, creímos conveniente contrastar por medio de un modelo sencillo de regresión en qué medida el *spread* o diferencial de los tipos de interés puede ser explicado por los tipos de interés que rigen en el exterior. Tomando en consideración que la entrada de la economía española en la Comunidad Económica Europea representa un hito en lo que respecta a los mercados financieros y a la evolución de los tipos de interés, hemos considerado adecuado modelizar para dos períodos de tiempo diferenciados; un primero que abarcaría 1978-86, y un segundo que se inicia en 1986 hasta 1992. Para cada uno de estos dos períodos temporales presentamos dos modelos (Cuadro N°3): el primero se refiere a la posibilidad de que el *spread* (RL-rc) viene únicamente determinado por factores domésticos (inflación esperada, política monetaria, de rentas, situación presupuestaria, nivel de actividad esperado), y

el segundo es ampliado con la introducción del diferencial o *spread* exterior ($R_{LExt-rExt}$), con el ánimo o la pretensión de comprobar en qué medida el *spread* español es explicado por la situación vivida fuera de nuestras fronteras⁴³.

7. EXPLICACIÓN DE LOS MODELOS

Observamos que en ambos períodos el tener en cuenta el *spread* exterior, tal y como postula la Teoría de la Exogénesis, nos permite mejorar el modelo. Para el primer período, tal y como cabría esperar el *spread* exterior permite ofrecer una mejor explicación del modelo, y el signo es en este caso negativo. La razón de esta relación inversa debe buscarse, en que la política monetaria de tono marcadamente restrictivo que impulsó a un incremento en sus tipos de interés a corto plazo, y de acuerdo a la teoría de la exogénesis dejaría sentir sus efectos sobre el tipo a corto plazo español. Pero el poder explicativo de esta variable incrementa considerablemente en el segundo período. Es una realidad que en un mundo como el actual, en que como consecuencia de la integración de los mercados de mercancías y financieros, la política que se desarrolle más allá de nuestras fronteras ejercerá influencias en nuestras variables, entre las cuales destaca el tipo de interés. Ciertamente, hoy en día cualquier juicio o previsión sobre tipos de interés o de cambio debe considerar obligatoriamente las condiciones en que se desenvuelve la economía exterior, principalmente la alemana o la de EEUU, antes de contemplar la situación interna. Se constata que con el paso del tiempo, la política monetaria en Europa pertenece menos a los Estados supuestamente soberanos y, cada vez más, al Consejo del Bundesbank⁴⁴.

8. CONCLUSIONES

La creciente internacionalización y globalización que ha vivido la economía española ha influido de forma considerable en la forma que adoptaba la curva de rendimiento, como quedó demostrado, fundamentalmente, tras la crisis del SME vivida en la segunda mitad de 1992; sin embargo, es importante destacar que, según se despen-

43. Este diferencial lo hemos construido teniendo en cuenta el peso de las monedas en nuestra deuda exterior.

44. Si quedase alguna duda al respecto, los acontecimientos acaecidos en los últimos meses de 1992 y primeros de 1993 despejarían cualquier tipo de duda.

de de la modelización de la estructura temporal de los tipos de interés, la prima de riesgo, derivada del grado imperfecto de sustituibilidad entre los activos financieros españoles y extranjeros, ha posibilitado que los factores domésticos sigan jugando un papel importante en la determinación de la estructura temporal española. Efectivamente, si bien es verdad que con un tipo de cambio estable y movilidad plena de capitales, es evidente que no pueden persistir diferencias relevantes en los tipos nominales domésticos y exteriores⁴⁵; por otra parte, los capitales no serán plenamente sustituibles aunque la movilidad sea plena; la razón es la existencia de prima de riesgo. Debemos considerar la realidad de que el tipo de interés es, en todo caso, un componente que surge, por un lado, de la rentabilidad del capital, y por otra de la evaluación, por parte de los inversionistas, del riesgo implícito en las operaciones de transferencia de capitales. Teniendo en cuenta esta circunstancia, si los capitales se moviesen en función de las diferencias en los tipos de interés, estas diferencias tendrían que referirse a dichos tipos despojados del componente riesgo, el cual puede ser muy distinto para cada país. Es decir, que es posible, y de hecho así ocurre, que coexistan tipos de interés diferentes en los distintos países sin que se produzcan movimientos de capitales que tiendan a igualarlos. Por tanto, en base a este razonamiento es posible señalar que si el tipo nominal de un país aumenta considerablemente es más posible que no pueda afrontar sus compromisos futuros de pago, y, por tanto, aumenta su prima de riesgo. Este razonamiento aplicado al caso español justificaría que la autoridad monetaria cuente con un cierto margen de maniobra para fijar la evolución de los tipos de interés y, por ende, la estructura temporal, en función de los objetivos económicos internos.

45. Tal y como indicaron J.A. García-Durán (1986) y O. Blanchard-L.H. Summers (1986).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

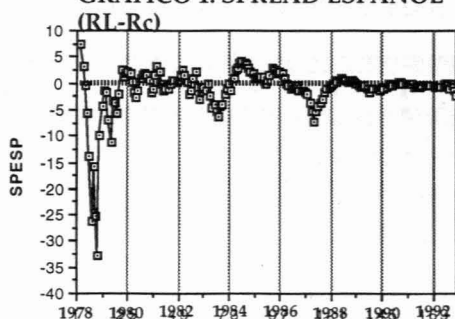
- ALVAREZ PASTOR, D. y EGUIDAZU, F (1984): «Fundamentos de control de cambios en España»; *Información Comercial Española*, febrero, 5-19.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1993): «La Unión Económica y Monetaria: Siete Estudios»; Edit. *Civitas*, Madrid.
- ARGANDOÑA, A. Y GARCÍA-DURÁN, J.A. (1992): «Macroeconomía. Española: Hechos e Ideas» *McGrawHill*.
- ARRIAGA FANO, J. M. Y ROBREDO VILLALUENGA, J. (1993): «Tipos de Interés Internacionales: Evolución Pasada y Reciente»; *Situación del Banco Bilbao Vizcaya* Vol. 2, 5-26.
- BAIGES, J., MOLINAS C. Y SEBASTIÁN, M. (1987): «La Economía Española 1964-1985: Datos, Fuentes y Análisis»; *Instituto de Estudios Fiscales*.
- BANCO DE ESPAÑA:
- «Boletín Económico»; *Banco de España* (Varios años)
 - «Boletín Estadístico»; *Banco de España* (Varios años).
 - «Informe Anual»; *Banco de España* (Varios años).
- BEC, F. Y HAIRAUT, J.O. (1991): «Une Analyse Empirique de différentes Structures de Taux d'Intérêt: Une Comparaison entre les Etats Unis et la France»; *Economies et Societes*, Vol. 8: 169-193.
- BEENSTOCK M. Y J.A. LONGBOTTOM.(1981): «The Term Structure of Interest Rates in a Small Open Economy»; *Journal of Money, Credit, and Banking* Vol. 13: 44-59.
- BELONGIA, M. T. Y KOEDJI, K.G.(1988): «Testing the expectations Model of the term structure: Some conjectures on the effects of Institutional changes»; *Federal Reserve Bank of Sant Louis Review*, 37-45.
- BISHOP, G. (1991): «Valuing Public Debt in the EC-EMU Benefits versus «no-Bail-Out»»; *European Economic Research*. Salomon Brothers Series. Noviembre.
- CALLE SAIZ, RICARDO (1991): «La Coordinación Internacional de las Políticas Monetaria y Fiscal: Una Controversia Actual»; Edit. A.C..
- CROZET, Y Y BELLETANTE, B. (1990): «L'Europe Monétaire et Financière»; *Profils Economiques* N°22.
- CULBERTSON, J. (1957): «The Term Structure of Interest rates», *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 71: 485-517.
- CUNNINGHAM, T. Y CUNNINGHAM, R. (1991): «The Behavior of Real Rates of Interest in a Small, Opening Economy»; *Journal of Economic Development* Vol. 16: 191-202.

- ELÍAS, J. (1992): «La Sobrevaloración de la Peseta en los Últimos Años»; *Societat d'Estudis Econòmics*, Julio.
- ESCRIVÁ, J.L. Y MALO DE MOLINA, L. (1991): «La Instrumentación de La Política Monetaria Española en el Marco de la Integración Europea»; Banco de España, Documento de trabajo 9104.
- ESTEVE, V. Y TAMARIT, C. (1993): «Determinantes de los Tipos de Interés Reales a Largo Plazo en la Economía Española: Un Enfoque Estructural»; *Federación Valenciana de Cajas de Ahorro*, Doc. de Trabajo 9309.
- EZQUIAGA, I. (1992): «Los Mercados de Deuda Pública Ante la Unión Económica y Monetaria»; *Analistas Financieros Internacionales*.
- FERNÁNDEZ, P. Y PULIDO, A. (1988): «Modelización de Tipos de Interés»; *CEPREDE*, Documento de trabajo 88/1, Febrero.
- FERNÁNDEZ, V. (1988): «Liberalización Económica, Credibilidad y Entrada en el Sistema Monetario Europeo»; *Información Comercial Española*, Mayo, 127-156.
- FREIXAS, X. (1991): «Comentario Sobre la Especificación de las Ecuaciones para Tipos de Interés»; *Cuadernos Aragoneses de Economía*, págs. 29-32.
- (1992): «La Estructura Temporal de los Tipos de Interés: Hipótesis Teóricas y Resultados Empíricos»; *Investigaciones Económicas* Vol. 2: 187-205.
- GARCÍA-DURÁN, J. A. (1992): «Banda Estrecha CUM Depreciación»; *Societat d'Estudis Economics*. Barcelona.
- GOLDSTEIN, M. y otros autores (1993): «International Capital Markets», *International Monetary Fund*, Abril.
- GONZÁLEZ PÁRAMO, J.M. (1991): «La Política Presupuestaria Española y la Construcción de la Unión Económica Europea»; *Papeles de Economía Española* Vol. 48: 50-56.
- HERNÁNDEZ GARCÍA, G. (1992): «Algunas Reflexiones Sobre los Efectos de la Integración Monetaria Europea en los Mercados de Deuda Pública»; *Información Comercial Española* Vol. 703: 31-43.
- HICKS, J. (1940): «Value and Capital»; Clarendon Press, Oxford; Traducido en *Fondo de Cultura Económica* (1986).
- HODJERA, ZORAN (1973): «International Short Term Capital Movements: A survey of Theory and Empirical Analysis»; *International Monetary Fund Staff Papers* Vol, 20: 683-740.
- JOHNSON, D.R. (1992): «International Interest Rate Linkages and The Exchange Rate Regime»; *Journal of International Money and Finance*, págs. 340-365.
- LINDE DE CASTRO (1990): «La Integración de la Peseta en el SME: Problemas y Perspectivas»; *Información Comercial Española*, Enero: 99-105.

- MALDONADO, VÍCTOR ANDRÉS (1991): «España Ante la Creación del Area Financiera Europea»; *Información Comercial Española* Vol. 690: 111-127.
- MAULEÓN, I. (1987): «Determinantes y Perspectivas de Tipos de Interés»; *Papeles de Economía Española* Vol 32: 79-92.
- (1991): «Especificación de Ecuaciones Para Tipos de Interés»; *Cuadernos Aragoneses de Economía* Vol 1.
- MAULEÓN, I. Y PÉREZ, J. (1984): «Interest Rates Determinants and Consequences for Macroeconomic Performance in Spain»; *Banco de España*, Documento de Trabajo 8420, y también en Banco Internacional de Pagos, Basilea.
- PÉREZ, J. (1992): «Implicaciones Estructurales de los Acuerdos de Maastricht para los Mercados e Instituciones Financieras Españolas»; *Información Comercial Española* Vol. 703: 15-29.
- RAYMOND J.L. (1991): «Comentario sobre Especificación de ecuaciones para tipos de interés de Ignacio Mauleón»; *Cuadernos Aragoneses de Economía* Vol. 1: 32-35.
- SERRAT, A. (1990): «Modelización de la Estructura Intertemporal de Tipos de Interés en Equilibrio General»; *Centro de Estudios Monetarios y Financieros*, Doc. de Trabajo Nº 9006.
- TAYLOR, M. (1992): «Modelling the Yield Curve» , *The Economic Journal*, Mayo: 524-537.
- VIÑALS, J. (1987): «La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo y sus consecuencias para la política monetaria»; *FEDEA*.
- (1992): «La Economía Española ante el Mercado Unico Europeo: Las Claves del Proceso de Integración»; *Alianza Economía*.

APENDICE

GRAFICO 1: SPREAD ESPAÑOL



CUADRO-1

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Exportaciones	23,3	20,0	19,3	18,8	18,8	17,2
Importaciones	21,1	17,8	19,2	19,9	21,3	20,4
Saldo Cuenta Corriente	+1,6	+1,8	0,0	-1,0	-2,8	-3,4

Fte: Banco de España y Elaboración Propia

CUADRO-2

EXCESO DE ENTRADAS DE CAPITAL (% PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Entrada capital extranjero a largo	-1,5	-1,4	3,0	3,1	4,5	3,8
Reservas Oficiales	6	6	10	11,4	10,9	10,6

Fte: Banco de España y elaboración propia

CUADRO-3

Modelos Multivariantes para la determinación del *Spread*

$$\text{Spesp} = A_0 - b_1 \text{LIQ} + b_2 \text{Def/P} + b_3 \text{PIBe} + b_4 \pi e + b_5 \text{Spext} \pm \text{VarZ}$$

$\text{Spesp} = \text{Spread}$ o diferencial de tipos de interés doméstico

LIQ = Indicador de liquidez

Def/P = Relación Déficit Público/PIB

PIBe = PIB esperado

πe = Inflación esperada

$\text{Spext} = \text{Spread}$ o diferencial de tipos de interés exteriores

VarZ = Variable Ficticia

78/86

$$\text{SPesp} = -0,36 - 18,546 \text{Zcrisi} + 0,194 \text{PIBe} - 0,302 \text{LIQ}$$

(-11,89) (1,51) (-3,168)

$\tilde{R}^2 = 84,91$

$$\text{SPesp} = 1,867 - 17,956 \text{Zcrisi} + 1,233 \text{PIBe} - 0,347 \text{LIQ} - 1,862 \text{Spexp}$$

(-10,81) (2,691) (-4,391) (-2,398) -

$R^2 = 86,79$

86/92

$$\text{SPesp} = -4,37 - 18,546 \text{Z87} + 15,7 \text{Def/P} + 0,63 \pi e$$

(-6,1) (1,58) (4,15)

$\tilde{R}^2 = 76,12$

$$\text{SPesp} = -5,08 - 4,11 \text{Z87} + 16,48 \text{Def/P} + 0,69 \pi e + 0,93 \text{Spexp}$$

(-7,89) (1,67) (5,34) (3,2)

$\tilde{R}^2 = 83,12$